

内外兼修促进业绩大幅提升

买入维持

投资要点:

- 产销量增加、管控水平提升是促进中期业绩大幅提升的两大因素
- 内外兼修的发展模式使公司前景更加值得看好

报告摘要:

- 上半年经营情况回顾:** 公司上半年销售水泥 390.43 万吨, 同比增长 24.36%, 实现营业收入 14.10 亿元, 同比增长 19.49%, 实现净利润 2.46 亿元, 同比增长 53.77%, 每股收益为 0.517 元。
- 公司费用控制良好, 内生性因素是业绩同比大幅提升的关键。** 公司水泥平均售价下降 3.9%, 吨水泥毛利下降约 20 元, 但公司强化内部管理, 费用控制出色, 期间费用率同比下降 6 个百分点, 从而在水泥价格、吨毛利同比有所下降的情况下, 吨水泥净利润同比增加 8.3 元至 66.8 元, 促进了公司业绩同比大幅增长。
- 我们认为中材、海螺带来的积极影响, 促进了公司内部管控水平的提升。** 中材入主为公司带来的不仅仅是对外扩张的强大后盾, 也有助于内部治理水平的提升。此外, 我们认为海螺在平凉的布点虽然影响了公司平凉子公司的效益 (今年上半年公司平凉地区收入减少 21.89%, 平凉子公司效益下滑 71.86%), 却为公司带来了直接与狼共舞的机会, 对公司整体管控水平的改善是大有帮助的。
- 甘肃经济落后, 水泥消费水平低, 公司发展空间广阔。** 甘肃在西北地区人均 GDP 明显落后, 人均水泥年产量不足 700kg, 水泥需求还将长期处于成长期, 从而为公司带来的相对广阔的发展空间。
- 盈利预测与评级。** 预计公司 2010~2012 年每股收益分别为 1.27、1.97 和 2.61 元。虽然近期公司相对大盘已取得可观的相对收益, 但我们认为中报反映出的公司内外兼修的发展态势将推动公司股价更进一步, 仍维持对公司的买入评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,823	2,458	3,116	5,071	6,635
同比增长率	45%	35%	27%	63%	31%
净利润	176.5	408.0	601.5	934.7	1,241.3
同比增长率	3139%	131%	47%	55%	33%
每股收益(元)	0.45	0.86	1.27	1.97	2.61
净资产收益率	16.7%	19.3%	21.7%	24.9%	24.4%

分析师

刘书臻

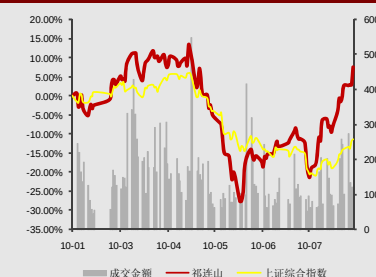
电话: 010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

公司数据

总股本 (万股)	47490
流通股 (万股)	39580
每股净资产	4.60
主要股东	甘肃祁连山建材控股有限公司
主要股东持股比例	12.78%

市场表现

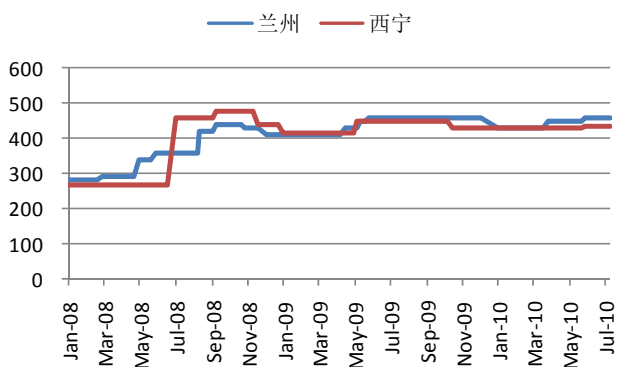


相关研究

宏源证券*调研报告*祁连山*换挡提速, 价值低估* 0527

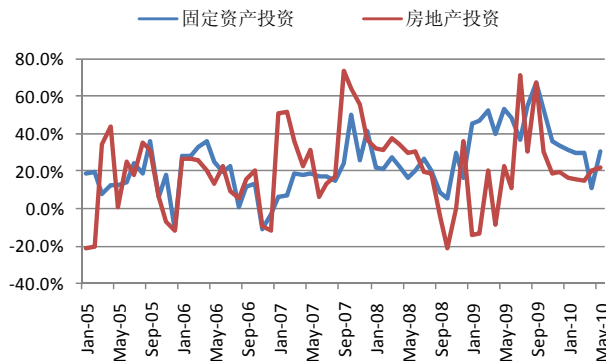
宏源证券*点评报告*祁连山*中期业绩预增 50%以上* 0706

图 1: 甘青地区 PO42.5 水泥价格走势



资料来源: 宏源证券

图 2: 甘肃省投资同比增速 (PPI 校准)



资料来源: 宏源证券

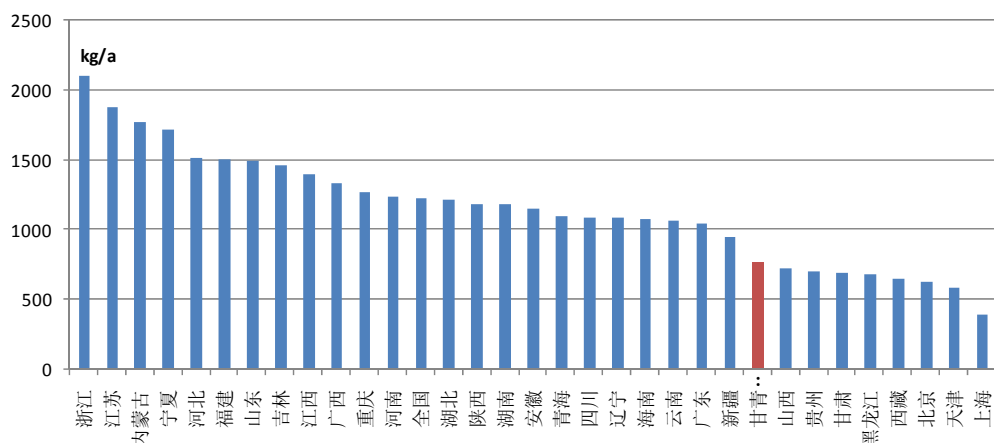
表 1: 平凉地区收入、平凉子公司效益出现下滑

地区	营业收入 (百万元)	同比增加 (%)
兰州区域	502.34	30.75
平庆区域	155.67	-21.89
天水区域	407.07	7.55
陇南区域	111.12	
青藏区域	361.35	19.06

子公司	净利润	同比增加 (%)
平凉祁连山	15.66	71.86%

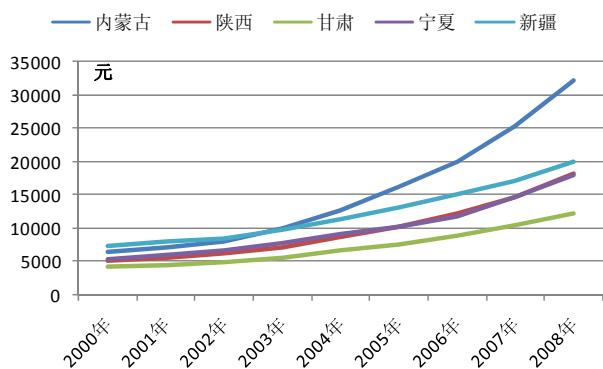
资料来源: 宏源证券

图 3: 甘青地区人均水泥消费量低



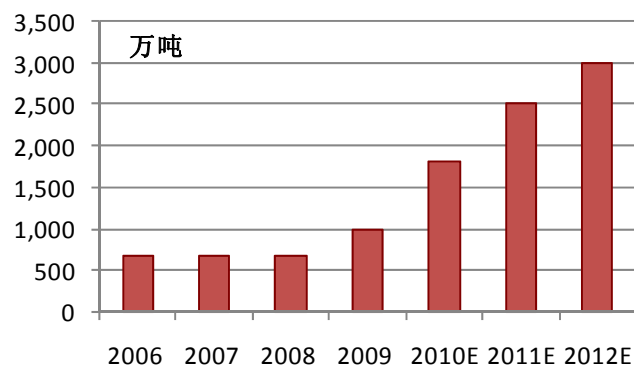
资料来源: 宏源证券

图 4: 甘肃人均 GDP 仍落后于西北其他省区



资料来源: 宏源证券

图 5: 公司产能扩张换挡提速



资料来源: 宏源证券

表 2: 公司现有生产线

规模 (t/d)			权益比例 (%)		
永登	2000	100	民和	2500	53.05
永登	2500	100	湟中	2500	100
平凉	2500	96.92			
天水	1000	100	定西	3000	100, 在建
天水	1500	100	永登	4500	100, 在建
成县	3000	100	湟中	4500	100, 在建
甘谷	1000	100			
甘谷	3000	100	酒泉	1000	60%, 收购
红古	1000	53.05	酒泉	2000	60%, 收购
红古	1000	53.05	酒泉	4000	60%, 在建, 收购

资料来源: 宏源证券

财务报表预测

利润表	百万元				
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1823	2458	3116	5071	6635
主营业务税金	14	19	24	39	51
营业成本	1126	1425	1774	2941	3843
销售费用	125	140	178	279	365
管理费用	255	319	312	583	763
财务费用	104	88	85	85	85
营业外净收入	89	118	25	25	25
利润总额	264	545	769	1170	1554
所得税	46	77	115	175	233
净利润	218	468	654	994	1321
少数股东损益	41	60	52	60	79
母公司所有者净利润	176	408	602	935	1241
现金流量表	百万元				
净利润			654	994	1321
-营业外净收入			25	25	25
+折旧与摊销			194	437	699
-财务费用			85	85	85
+营运资金减少			315	42	(42)
经营现金流	497	1027	1275	1592	2117
营业外净收入			25	25	25
资本性支出			(3246)	(3348)	(2653)
长期股权投资减少			0	0	0
投资现金流	(586)	(1153)	(3221)	(3323)	(2628)
借款增加			1613	1884	814
财务费用			(85)	(85)	(85)
吸收到的股权投资			0	0	0
其他			0	0	0
融资现金流			(52)	(60)	(79)
净现金流	256	525	1476	1739	649

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主要运营指标					
ROE	16.7%	19.3%	21.7%	24.9%	24.4%
资产负债率	64.0%	49.9%	58.4%	61.9%	58.9%
EBIT 利息保障倍数	3.55	7.17	10.05	14.76	19.28
毛利率	38.2%	42.1%	43.1%	42.0%	42.1%
期间费用率	26.6%	22.3%	18.4%	18.7%	18.3%
净利率	9.7%	16.6%	19.3%	18.4%	18.7%
存货周转率	3.8	4.7	5.6	6.3	5.8
固定资产周转率	1.2	1.3	0.7	0.7	0.7

资产负债表	百万元				
资产	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	373	760	289	298	437
应收账款与票据	118	129	156	254	332
其他应收款	91	104	104	104	104
预付账款	292	418	266	294	384
存货	332	280	355	577	756
其他流动资产	4	0	0	0	0
流动资产合计	1209	1691	1171	1527	2013
长期股权投资	8	4	4	4	4
固定资产净值	1575	1908	4378	7072	9189
在建工程与物资	245	658	1304	1532	1378
无形资产与待摊费用	273	308	258	248	238
其他非流动资产	21	49	21	21	21
非流动资产合计	2121	2927	5964	8876	10829
资产总计	3330	4618	7135	10403	12842
负债与股东权益					
短期借款	1287	370	1558	3043	3981
应付账款与票据	182	331	412	683	892
预收款项	120	150	190	309	404
其他流动负债	322	179	322	322	322
流动负债合计	1912	1029	2482	4357	5599
长期借款	211	1254	1678	2078	1953
其他非流动负债	9	9	9	9	9
非流动负债合计	220	1277	1687	2086	1962
负债合计	2131	2307	4169	6443	7561
股本	396	475	475	475	475
留存收益	663	1638	2292	3286	4606
母公司股东权益	1059	2113	2766	3761	5081
少数股东权益	140	199	199	199	199
股东权益合计	1199	2312	2966	3960	5281
负债和权益合计	3330	4618	7135	10403	12842

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.45	0.86	1.27	1.97	2.61
每股经营现金流	1.25	2.16	2.68	3.35	4.46
每股净资产	2.68	4.45	5.83	7.92	11.12
估值指标			12.7	8.2	6.2
PE			2.77	2.04	1.45
PB			10.12	7.38	5.63
EV/EBITDA			12.7	8.2	6.2

分析师简介:

刘书臻: 宏源证券研究所建材行业研究员, 北京大学理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀东水泥、祁连山、国统股份、青松建化、天山股份、海螺型材、濮耐股份等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085756 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglilie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。